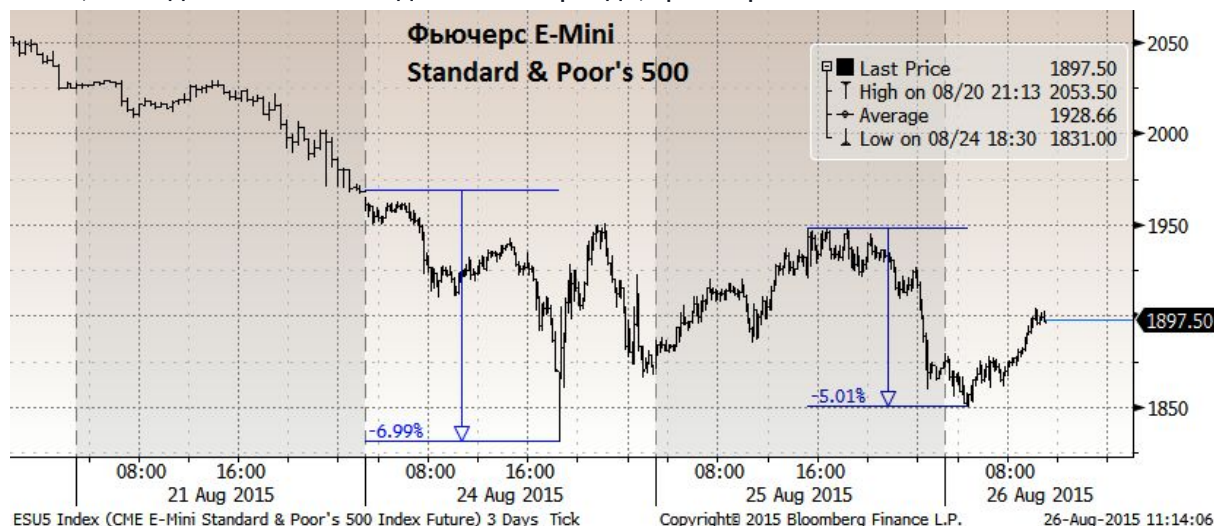


Обзор рынков

Среда, 26 августа 2015

- Отскок американских рынков вчера не удался. Американский S&P 500 закрылся минус 1.35%, хотя днем показывал до +2.9%. Правда, фьючерсы на S&P 500 опять в плюсе.



Комментаторы сейчас выдают крайне полярные предсказания.

- Часть считает, что все неприятное закончилось, что нужно покупать. Они ждут, что американские, а следом и глобальные акции, могут вернуться к росту. Их аргументы в том, что центробанки будут способствовать стабильности активов. Речь идет о “путе” ФРС на цены активов (Greenspan/ Bernanke/ Yellen put), о том, что повышение ставки ФРС в сентябре уже не состоится ([Fed hike is off the table](#)). Есть разговоры о возможности [QE-4](#). Об этом [заявили вполне серьезных наблюдатели](#), вроде Ларри Саммерса (экономист, быв. министр финансов) или Рея Далио (управляющий самым большим в мире хедж-фондом Bridgewater). Марк Фарбер считает, что ФРС начнет вновь “печатать”, [если акции США упадут больше 20%](#).

Причиной роста активов вчера стало решение Центрального банка Китая понизить нормы резервирования, что высвобождает ликвидность в банковской системе. Не следует забывать, что ЕЦБ, Банк Японии находятся в режиме “печатания”. То есть, можно говорить, что сверхлегкая денежная политика сохраняется по всему миру.

- Пессимистов также много, и мы отчасти присоединяемся к их числу. Мы не ждем большого обвала акций развитых стран, поскольку аргументы о центробанках выше имеют смысл. Но мы не ждали бы заметного роста в ближайшие месяцы. Инвесторы будут более осторожными и, как минимум, не будут стремиться покупать акции. Потенциально, провал котировок мировых акций может продолжиться.

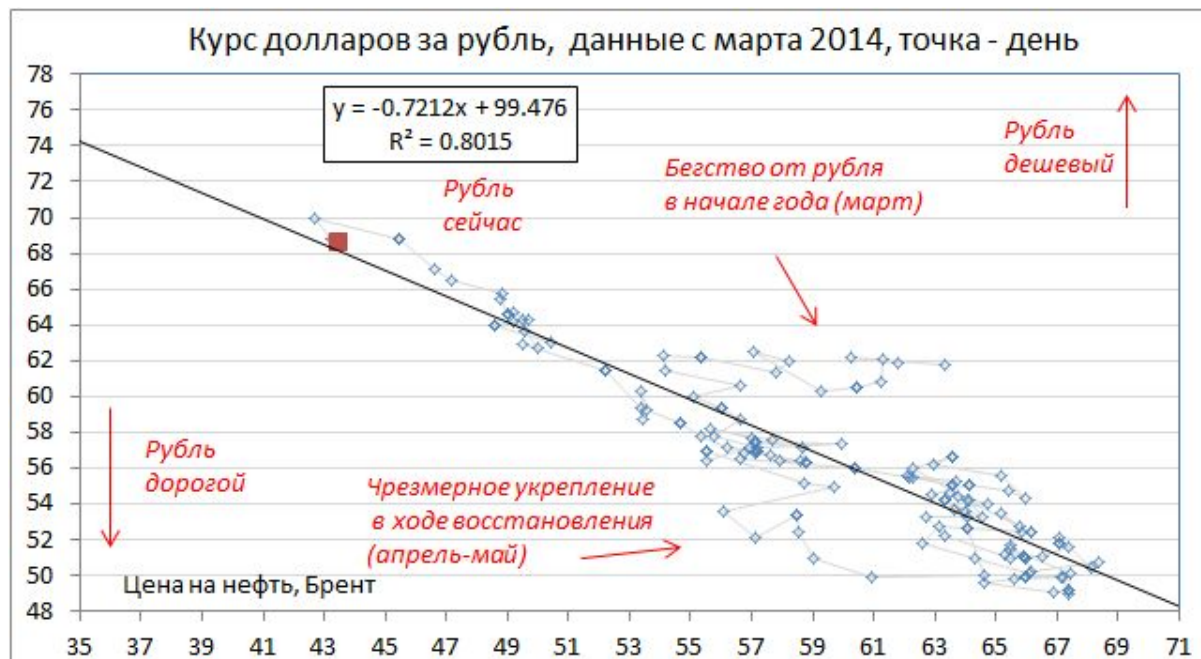
Китайские акции сегодня перестали сдуваться, Shanghai Stock Exchange Composite показывает +0.6% на момент написания. “[Имплозия](#)” (процесс обратный эксплозии, т.е. взрыву) китайских акций кажется неизбежным. В этом сдувании не было бы проблемы, если этот процесс проходил в другое время. В настоящий момент китайская экономика показывает заметные признаки замедления, что в комбинации с упавшими акциями способно вызывать рецессию в этой стране.

- STOXX Europe 600 вчера закрылся +4.2%, но он закрывался когда американские рынки были в плюсовой зоне. Российский ММВБ вчера показал +1,5%, практически полностью

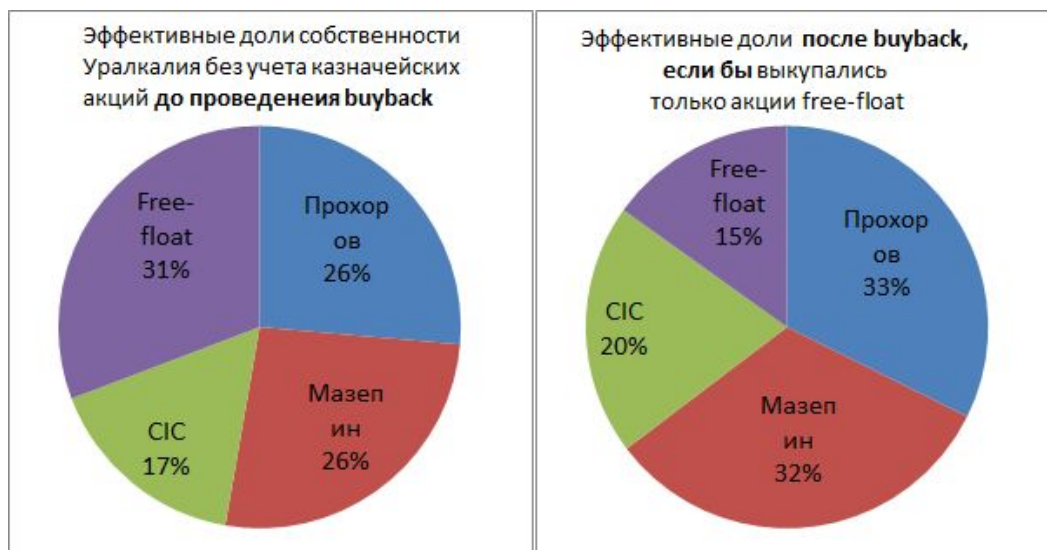
отыграв провал предыдущего дня. Долларовый РТС вырос намного больше +4.65%, также почти скомпенсировал провал понедельника.

- Цены на нефть перестали падать, Брент вчера превышал 44 долл./барр. Сегодня в США, как обычно по средам, будут опубликованы запасы (которые на прошлой неделе стали поводом для начала обвала нефти). На этот раз внимание к публикации будет повышенным.

Абсолютные уровни нефти (43.5 долл. за барр. сейчас) по-прежнему низкие, минимумы за 6.5 лет, что явно не способствует укреплению рубля. Курс национальной валюты вчера на Московской бирже закрылся на 68.85/долл. Это движение мы считаем вполне оправданным, поскольку рубль обвалился чуть больше, чем “должен” был. Положение текущего значения нефти и рубля на диаграмме рассеяния (скаттерплотте) стало лучше соответствовать тренду. Однако в целом рубль стоит адекватно ценам на нефть. Поскольку мы ожидаем, что на ближайшие месяцы уровни ниже 50 долл./барр. сохранятся, это будет означать, что рубль продолжит колебаться в районе 60-70 руб./долл.



- Вчера были объявлены [условия обратного выкупа акций \(buyback\) Уралкалия](#). Объявленная цена 3.2 долл. за одну акцию - это порядка 220 рублей по текущему курсу - примерно на 10% выше вчерашнего закрытия. Выкупаться будет 14%, это 1.3 млрд. долл. Текущий состав акционеров: 20% у М.Прохорова, еще 20% у Д.Мазепина 12.5% у китайской CIC, казначейские акции 24,16%, free float – 23,35%. При адекватном корпоративном управлении казначейские акции не следует учитывать в расчете, они как бы не существуют. Тогда эффективные доли акционеров до выкупа выглядят следующим образом. Предположительно при buyback будут выкупаться акции не только из free-float, но и у основных акционеров, то есть может частично “выйти” из капитала Прохоров или, что менее вероятно, Мазепин. Buyback, если будет проводиться пропорционально, вообще не изменит структуру акционеров. Поэтому правая диаграмма долга восприниматься условно - она предполагает, что выкуп будет проходить строго из доли free-float.



В сообщении на сайте Уралкалия указывается следующее. “Совет директоров решил, что, учитывая улучшения в области обращения, расчетов и защиты прав акционеров в отношении Обыкновенных акций, имеющих листинг на Московской бирже, текущую ситуацию на рынке и в сфере законодательства, а также снижение ликвидности и объема свободного обращения ГДР на ЛФБ, листинг ГДР не является стратегической приоритетной задачей Компании”. Можно перевести эту фразу так: **Московская биржа сейчас лучше чем Лондонская** -- это прецедент. Мы не готовы рассматривать такое решение в ура-патриотическом ключе. Наличие двух точек торговли - российских акций и депозитарных расписок на них - определенно размывает ликвидность и невыгодно конечным инвесторам. При этом оно выгодно брокерам и инвестбанкам, получающим выгоду от арбитража на перекосе в ценах между двумя рынками. Вопреки всеобщему расстройству того, что депозитарная программа может быть прекращена - мы не видим в этом проблемы. После создания центрального депозитария, подключения к системе Euroclear/Clearstream, расчетов T+ необходимость торгов российских акций в виде уродливых депозитарных расписок нам далеко не очевидна. Она сохраняется, потому что сложно изменять привычки инвесторов. Ранее вокруг Уралкалия были рассуждения о том, что компания вообще может захотеть сняться с листинга и [перейти в категорию частных](#). Прекращение листинга на Лондонской бирже может формально соответствовать этому тренду. Однако мы сомневаемся в том, что это случится. Основной акционер М.Прохоров явно не заинтересован в том, чтобы его пакет окончательно утратил ликвидность. Отсутствие “price discovery” (обнаружения цены) частной компании влечет за собой дисконт при желании продать, трудности с получением кредита под залог акций. Китайцы и Д. Мазепин потенциально могут довольствоваться статусом частной компании. Аргумент о том, что нужно [уходить в статус частных](#), потому что компания “сильно недооценена” нам кажется совершенно глупым - частная компания будет недооценена еще больше. Конечно, возможны иррациональные аргументы - например такой: Д.Мазепин пытался пользоваться фондовым рынком, получил негативный опыт на нем и стал его ненавидеть. Возможно, что мы не знаем еще чего-то, например, того что Прохоров или Мазепин не являются действительными акционерами, а являются как бы номинальными держателями в пользу некоторых чиновников. То есть могут быть причины почему компания может хотеть быть частной. Но все это нельзя обсуждать

без информации.

Ранее были сообщения, что Мазепин намерен слить свои активы с Уралкалием, что также может объяснять намерение перестать быть публичной. Но тут также следует смотреть на позицию китайцев и Прохорова, которые вряд ли захотят становиться миноритариями в укрупненной компании Мазепина.

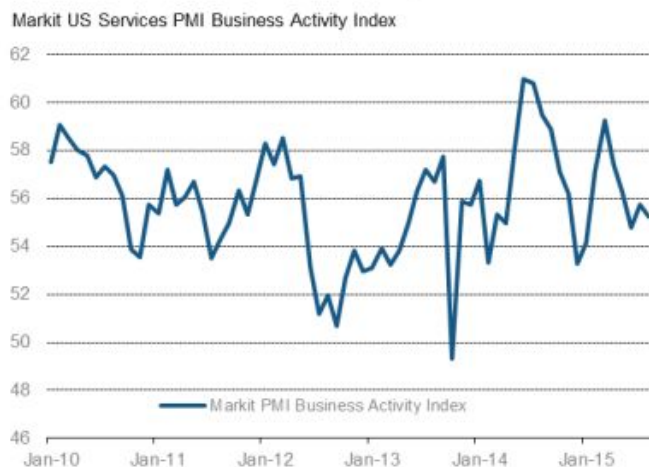
- Блумберг публикует [небольшую заметку](#) о возможном увеличении инфляции и повышению процентной ставки в ответ на это. *“Даже наиболее воинственно настроенные российские экономисты, призывающие Банк России повысить процентные ставки, не верят, что это произойдет... “В текущий момент ужесточение монетарной политики будет самой приемлемой мерой поддержки рубля, - написал Погорелов [экономист Credit Suisse Group AG] по электронной почте в четверг. - И правительство, и Центробанк проводят слишком мягкую политику, которая не соответствует цели по инфляции, ставя под угрозу стабильность финансовой системы”*

Инфляция бывает разная и не каждый вид требует борьбы с ней. Если она вызывается разовым ростом цен на отдельные группы товаров, то не требуется реакции монетарных властей. Это касается, например, неурожая (нечего бороться с погодой) или изменения условий внешней торговли. Последнее - это случай России. Центробанк не может повышением ставок изменить внешнюю конъюнктуру.

Повышение ставок этой зимой было нужно, не потому что упала нефть. Причина была в бегстве россиян от рубля, Центробанк поставил этому заслон и сделал национальную валюту дефицитной. Причины бегства связаны и с историей и с новыми обстоятельствами, в которых очутилась Россия - противостояние с Западом, санкции. Сейчас никаких признаков бегства от рубля не наблюдается, и мы не видим причин почему Центробанк должен повышать ставки. Скорее, мы бы ожидали продолжения их снижения, возможно, после того как население “пообвыкнется” к сложившимся новым условиям.

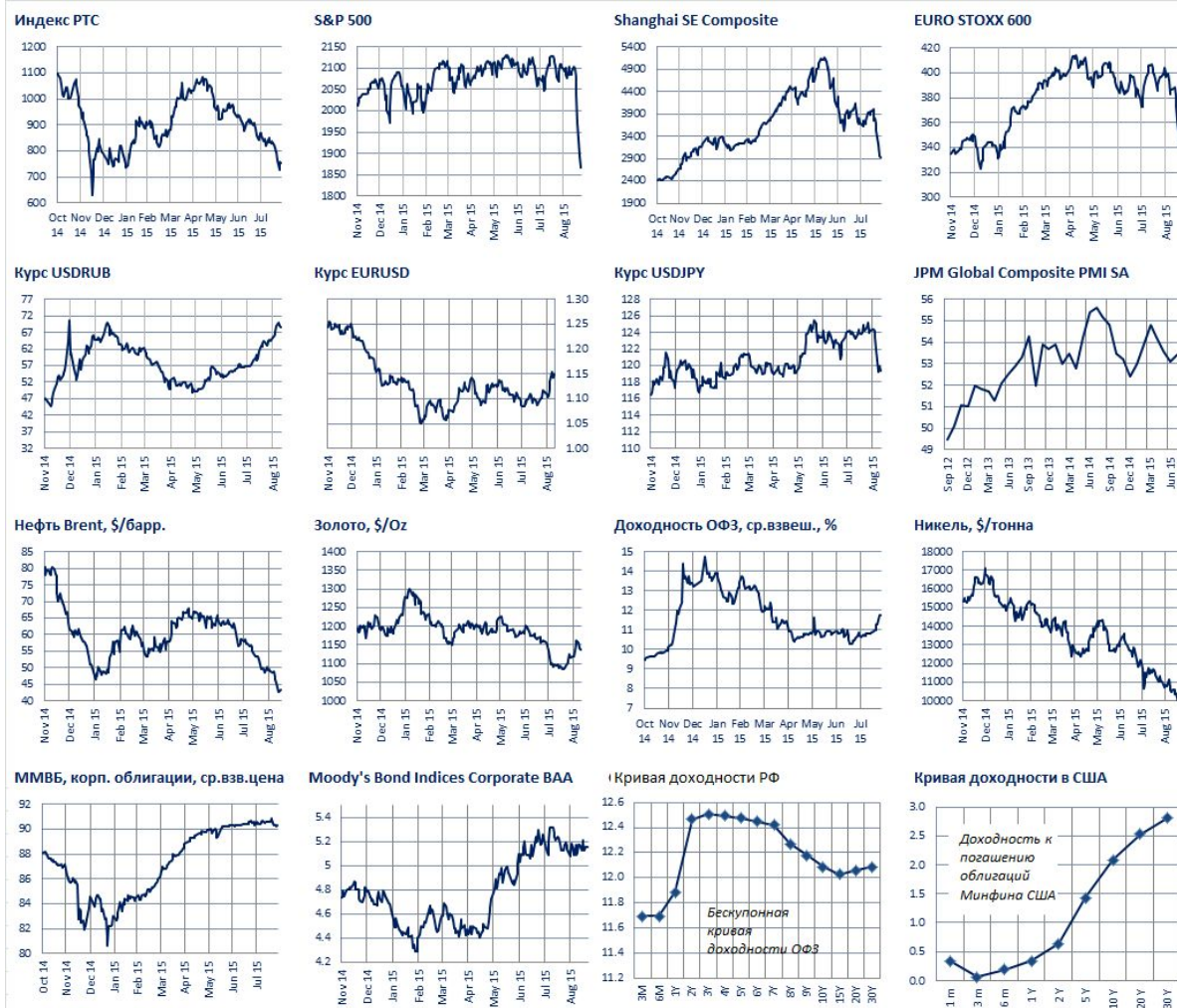
- Вчера были опубликованы предварительные данные по США в сфере услуг - индекс PMI в секторе услуг идет по стопам промышленного PMI, который упал до минимума за последние 22 мес. Flash PMI упал в августе до 55,2 vs 57,7 в июле. Сектор услуг - важная часть американской экономики, замедление темпов роста в этом секторе не критично, но тем не менее в купе с промышленностью указывает на замедление крупнейшей экономики мира.

Service sector business activity (seasonally adjusted)





Графики:



Лицензия на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами за № 059-09779-001000 выдана ФСФР России 21.12.2006г. без ограничения срока действия.

Лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00067 выдана ФСФР России 3.06.2002г. без ограничения срока действия.

Отказ от ответственности

Настоящая информация не является рекомендацией по купле и продаже ценных бумаг, составлена на основе публичных источников, признанных надежными, однако ООО УК «Парма-Менеджмент» не несет ответственности за точность приведенных в обзоре данных. Аналитические материалы ООО УК «Парма-Менеджмент» являются внутренними документами компании, а также имеют целью информирование ее клиентов в рамках услуг доверительного управления и паевых инвестиционных фондов. Сотрудники компании, а также сама компания может владеть ценными бумагами, упомянутыми в данном обзоре напрямую или опосредованно, что может быть причиной конфликта интересов. Инвестирование в ценные бумаги сопряжено со значительным риском, и решения об инвестициях должны приниматься инвестором самостоятельно.